

# 日本におけるコーポレート・ガバナンスの 改革と課題

——香港の経験から——

李 秀 宓

## 目 次

1. はじめに
2. 日本におけるコーポレート・ガバナンスの改革
  - 2-1. 監査役会設置会社
  - 2-2. 指名委員会等設置会社
  - 2-3. 監査等委員会設置会社
3. 香港におけるコーポレート・ガバナンスの法規範と課題
  - 3-1. ソフト・ロー
  - 3-2. 課題
4. おわりに

## 1. はじめに

2008年にアジア・コーポレート・ガバナンス協会（Asian Corporate Governance Association<sup>(1)</sup>，以下「ACGA」という）が日本のコーポレート・

---

(1) ACGA（アジア・コーポレート・ガバナンス協会）は1999年に香港に設立された独立非営利団体であり，アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの改善を促進する

ガバナンスにおける課題及びその解決策を提案する「日本のコーポレート・ガバナンス白書」<sup>(2)</sup>、(以下「ガバナンス白書」という)を公表し、経済界や日本政府等に大きな波紋を投げかけた。ガバナンス白書は、株主の利益を代表する、独立性の高い外部視点からの透明な経営監督のプロセスの重要性を強調し、伝統的な取締役会構造を有する上場会社(監査役会設置会社)を対象に、取締役会における経営への監督機能を強化するための方策として、独立社外取締役の選任義務や最低人数、株主への開示政策等を提言した<sup>(3)</sup>。この報告書に対し、日本経済団体連合会(以下「経団連」という)、東京証券取引所、経済産業省、金融庁がそれぞれ今後のコーポレート・ガバナンスの改革についての見解を示す報告書を相次ぎ公表したことは周知のとおりである<sup>(4)</sup>。

経団連はコーポレート・ガバナンスの向上に向けて企業の自主的な取り組みを尊重すべきであり、企業の具体的な取り組みに対する評価は最終的

---

ことを目的とする。2018年8月現在、欧米等の機関投資家をはじめ112名の会員を擁している。 <https://www.acga-asia.org/> (last visited Aug. 2, 2018).

(2) ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」(2008年5月)(以下「ガバナンス白書」として引用する), available at [https://www.acga-asia.org/upload/files/advocacy/20170402191458\\_70E.pdf](https://www.acga-asia.org/upload/files/advocacy/20170402191458_70E.pdf) (last visited Aug. 2, 2018).

(3) 「ガバナンス白書」・前掲注(2) 21-26頁。

(4) 日本経済団体連合会「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして【主要論点の中間整理】」(2009年4月4日), available at <https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2009/038.pdf> (last visited Aug. 2, 2018). 東京証券取引所上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」(2009年4月23日), available at <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004uhd-att/seibi.pdf> (last visited Aug. 2, 2018). 経済産業省「企業統治研究会報告書」商事1870号(2009年) 55頁, 金融審議会金融分科会・我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」商事1870号(2009年) 45頁。

には市場による判断に委ねるべきであるとし、独立社外取締役の選任を義務付けることや社外取締役の独立性要件への見直しに反対の立場を表明した<sup>(5)</sup>。経済産業省は監査役会設置会社においても社外取締役の設置が理想的であるものの、個々企業の自主判断によるべきであるとした上で、社外取締役を設置しない場合、当該企業の独自の方法で企業統治体制を整備し、その内容を開示するという手段の選択、及び当該手段の選択を定める枠組みについては法改正を行わないこととし、取引所がそれらを定めることが現実的であると提言している<sup>(6)</sup>。金融庁は上場会社等のコーポレート・ガバナンスに関する規律について、市場に最も近い取引所こそ、会社法制との整合性を維持しつつ、機動的かつきめ細かなルールを整備することができ、またルール執行の実効性も見込めるという見解を明らかにした。金融庁はコーポレート・ガバナンスの改革について、独立性の高い社外取締役を1名ないし複数選任する監査役会設置会社は、監査役会や内部監査・内部統制担当役員等との連携を図って、監査役の機能を有効に活用しながら、監査役に係る権限・体制面での不備を補い、経営に対する監督機能を強化できると主張した。またこのような機関構成は会社法制等との整合性を保ちつつ、実現可能な、国際的にも適用し得る一つの望ましいモデルとなり得るとした。そして取引所が上記の考え方に沿って、株主・投資家などから信認を確保するためにふさわしいと考えられるコーポレート・ガバナンスのモデルを提示することも提案した。さらに、監査役の機能強化のためには、独立性の高い監査役の選任や財務・会計に関する知見を有する監査役の選任等が必要という提言を行った<sup>(7)</sup>。

2015年6月1日に適用開始となったコーポレートガバナンス・コード

---

(5) 経団連・前掲注(4)5-9頁。

(6) 経済産業省・前掲注(4)55頁, 58頁。

(7) 金融審議会金融分科会・前掲注(4)49-50頁。

(以下「CGコード」という)をはじめ、現在の日本のコーポレート・ガバナンス改革は、政府主導（具体的に言えば金融庁及び経済産業省）の下で進められてきた<sup>(8)</sup>。このことは、両官庁により公表された前記の報告書から既にその端緒を窺い知れる。両官庁もまた上場会社のコーポレート・ガバナンスの規律付けは取引所ルールによるべきであるという立場で一致している。確かにコーポレート・ガバナンスの規律において、機動的にきめ細かなルールを制定できること及びエンフォースメントという観点から取引所の上場規則で規律した方が望ましい部分もある一方、資本市場において投資家の信認を得るためのより強いシグナルとして求められている事柄、例えば社外取締役・社外監査役の独立性の要件等は会社法で定めた方が適切である。従って、コーポレート・ガバナンスの規律に関して、会社法と上場規則のバランスやハード・ローである前者とソフト・ローである後者の間の整合性にも注意を払う必要があることは言うまでもない。

近年一連のコーポレート・ガバナンスの改革においては、社外取締役制度の活用が中核的な課題と位置付けられてきた。上場会社（会社法上の公開会社）の業務執行に対する監督はコーポレート・ガバナンスの要である。取締役会における業務執行者への監督機能を社外取締役の導入によって強化しようとする要請は、ガバナンス白書からも分かるように、グローバルな機関投資家から繰り返し強くなされてきた。旧商法の時代にはコーポレート・ガバナンスの強化を図るための改正が幾度となく行われたが、それらの改正は主に会社経営に参加していない（できない）監査役制度の改善、機能の強化に向けられていた。取締役会に社外取締役を入れ、取締役会の監督機能を強化する試みもあったが、十分な効果があったとは言えな

---

(8) 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早法92巻1号（2016年）107頁。

い<sup>(9)</sup>。

東京証券取引所の統計によると、2017年7月現在、第1部の上場会社のうち、2名以上の独立社外取締役を選任している会社は88%を占めており、独立社外取締役が取締役会の3分の1以上を占める会社は27.2%を占めている<sup>(10)</sup>。上場会社において社外取締役の設置は既に定着しているように見受けられる。現在上場会社や規制機関等は、独立社外取締役の最低人数の充足等の形式面ではなく、いかに社外取締役制度を活用し、コーポレート・ガバナンスの実効性を高めることができるかという実質面での課題に直面している。

ところで、ACGAは2年ごとにアジア諸法域のコーポレート・ガバナンスの実態を調査し、コーポレート・ガバナンスのルールと慣行 (CG rules & Practices)、エンフォースメント (Enforcement)、政治・規制環境 (Political & Regulatory)、会計・監査 (Accounting & Auditing)、コーポレート・ガバナンス文化 (CG Culture) の五つの評価項目で評価し、各法域のランキングや課題等を「CG Watch」と題する報告書<sup>(11)</sup>を公表している。2003年からの報告書によると、シンガポールと香港は常に首位を競うような状況にあり、日本は両者の後塵を拝していることが分かる<sup>(12)</sup>。

---

(9) 平成14年(2002年)の商法改正により、社外取締役を過半数とする取締役会の内部委員会制度(指名委員会等設置会社)が導入されたが、当該機関構成の利用は進んでいないのが現状である。

(10) 「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」(2017年7月26日), available at <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20170726-01.html> (last visited Aug. 5, 2018).

(11) ACGA, CG Watch, available at <https://www.acga-asia.org/cgwatch.php> (last visited Aug. 5, 2018).

(12) ACGA, CG Watch 2016, at 4, available at <https://www.acga-asia.org/cgwatch.php> (last visited Aug. 5, 2018).

香港の上場会社のうち、支配株主のいる会社の割合は高く、上場会社の8割以上は域外で設立された会社である<sup>(13)</sup>。香港の証券取引所（Hong Kong Stock Exchange, 以下「HKEx」という）は、上場規則（以下「HK上場規則」<sup>(14)</sup>という）で上場会社に3名以上の独立非業務執行取締役（independent non-executive director, 以下「独立非執行取締役」という）の選任を義務づけ（HK上場規則3.09(1)項）、独立非執行取締役は取締役会の構成員の3分の1以上でなければならない（HK上場規則3.10A）。また、委員全員が非業務執行取締役であり、かつ独立非執行取締役が大多数を占める監査委員会（Audit Committee）の設置も義務づけた（HK上場規則3.21）。同法域はコーポレート・ガバナンスの評価が常に日本を上回っているが、近年、コーポレート・ガバナンスの機能不全を露呈した不祥事に相次いで見舞われた<sup>(15)</sup>。

香港の上場会社の株式保有構造は日本の上場会社と異なり、支配株主から少数派株主を保護するために、独立非執行取締役の役割が強調されてきた。しかし、独立非執行取締役の選任は実質上支配株主が行うため、選任された独立非執行取締役が形骸化していることがこれまでよく指摘されてきた<sup>(16)</sup>。独立非執行取締役の形骸化を背景とした不祥事の多発に対し、証券先物委員会（Securities and Futures Commission, 以下「SFC」という）及

---

(13) HKEX Fact Book 2017, available at [http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Fact-Book/HKEX-Fact-Book-2017/FB\\_2017.pdf?la=en](http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Fact-Book/HKEX-Fact-Book-2017/FB_2017.pdf?la=en) (last visited Aug. 5, 2018).

(14) Main Board Listing Rules, available at [http://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules?sc\\_lang=en](http://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules?sc_lang=en) (last visited Aug. 5, 2018).

(15) HKEx のエンフォースメント状況を参照, available at [https://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Disciplinary-and-Enforcement?sc\\_lang=en](https://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Disciplinary-and-Enforcement?sc_lang=en) (last visited Aug. 5, 2018).

(16) 伍志豪＝龍卓華『香港企業管治』（中華書局、2016年）30頁。

び香港取引所はエンフォースメントを強化している<sup>(17)</sup>。香港の上場会社による独立非執行取締役の設置は日本より進んでおり、コーポレート・ガバナンスに関する法規範はイギリスのそれに比しても大きく劣っていない。しかしそれでも実際にコーポレート・ガバナンスの機能不全が引き続き生じている。そのため、香港のコーポレート・ガバナンスの法規範及び課題を検討すれば、日本のコーポレート・ガバナンスのさらなる強化の手立てを探ることができると考えられる。

日本における社外取締役の導入と上場会社のパフォーマンスの向上との相関関係に関するこれまでの実証研究は相反する結果を示している<sup>(18)</sup>。また会社の経営は社外取締役の導入により直ちに改善できるような単純なものではない。しかしこれらをもって、社外取締役の役割を否定することもできない。日本の資本市場の国際的競争力を高めるためには、上場会社に対する国内外投資家の信認を得ることが喫緊の課題である。投資家の信認をより強固なものにするには上場会社の経営の透明性が必要であり、社外取締役制度の活用はその重要な手段の一つである。資本市場により多くの国内外投資家が参加すれば、取引所における公正な価格の形成機能が促進

---

(17) 香港の SFC のエンフォースメント報告を参照, available at [https://www.sfc.hk/web/EN/regulatory-functions/enforcement/enforcement-actions/enforcement-reporter-\(publication\).html](https://www.sfc.hk/web/EN/regulatory-functions/enforcement/enforcement-actions/enforcement-reporter-(publication).html) (last visited Aug. 5, 2018). HKEx については前掲注 (15) 参照。

(18) 社外取締役の導入と会社の業績の改善に相関関係があることを示した実証研究には次のものがある。斎藤卓爾「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」宮島英昭編『日本の企業統治』（東洋経済新報社、2011年）207-208頁。他方、両者には重要な相関関係が観察されないという実証研究には次のものがある。内田交謹「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」商事1874号（2009年）20-21頁、また社外取締役の割合と企業価値には重要な相関関係が観察されないとする研究には次のものがある。内田交謹「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」証券アナリストジャーナル50巻5号（2012年）15頁。

され、会社の経営に緊張感がもたらされ、会社のパフォーマンスが向上するという効果を得られるであろう。

コーポレート・ガバナンスの改革内容は多岐にわたるものである。本稿はコーポレート・ガバナンスにおける中核的な課題である取締役会の監督機能及び社外取締役の役割に焦点を当てて検討を行う。以下では、まず監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社の三つの機関構成を取り上げて、それぞれの取締役会の監督機能及び社外取締役の役割に関する会社法規制、CGコードの関係規範及び問題点を検討する。その後、香港におけるコーポレート・ガバナンスに関する法規範を検討し、課題を明らかにする。最後に日本におけるコーポレート・ガバナンスのさらなる強化を図るために参考となる点を提示したい。

## 2. 日本におけるコーポレート・ガバナンスの改革

上場会社は監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社のいずれかを選択しなければならない（会社法（以下括弧内での表示を「会社」とする）328条1項、東証上場規程437条1項(2)）。それぞれの機関構成は、取締役会の監督機能及び社外取締役の役割が異なる。以下順を追って検討を行う。

### 2-1. 監査役会設置会社

監査役会設置会社は取締役会と監査役・監査役会に統治機能を担わせる日本独自の制度であり<sup>(19)</sup>、東証1部上場会社の約76%が監査役会設置会社

---

(19) 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2018年6月1日)14頁, available at <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20180601.pdf> (last



を選択している<sup>(20)</sup>。取締役会の監督機能及び社外取締役の役割を検討する前に、まず会社の経営機構の中心である代表取締役と取締役会に関する法規制の変遷を確認しておこう。

昭和25年（1950年）の商法改正は取締役会制度と代表取締役制度を導入し、会社の業務執行に関する意思決定と業務執行の分離を図った。すなわち、会社の業務執行に関する意思決定をなすのは取締役会であり、業務執行自体、ことに会社を代表する権限は取締役会の決議によって取締役から選任された代表取締役に専属することになった（昭和56年改正前商法260条、261条）<sup>(21)</sup>。この体制は当時のアメリカ法に倣ったものであるが、最上位の業務執行者である代表取締役が取締役会の構成員であることを法的に要請している日本法の規定に対して、アメリカではその当時から必ずしも取締役であることを要求されなかったという相違がある<sup>(22)</sup>。

しかし、改正法が施行されてから、取締役会の実態が改正法の理念とかけ離れていることが明らかとなるまでにそれほど時間は要さなかった。本来業務執行の決定機関であるはずの取締役会は、事実上、トップ経営陣が行った会社経営に関する決定を追認するだけとなり、決定機関としては機能せず、形骸化が進んだ<sup>(23)</sup>。取締役会の活性化を図るために、昭和56年（1981年）の商法改正は、取締役会の専決事項をさらに拡大し、かつこれらの専決事項の決定は必ず取締役会で決議をすることを要し、代表取締

---

visited Sep. 7, 2018).

(20) 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」（2018年8月1日），available at <http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf> (last visited Sep. 7, 2018).

(21) 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』（日本評論社，1950年）141頁。

(22) 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋＝川濱昇＝前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』（有斐閣，1997年）41頁。

(23) 藤田友敬「社外取締役・取締役会に期待される役割——日本取締役協会の提言を読んで」商事2038号（2014年）5頁。

役等に決定を委ねることはできないと定めた（平成17年改正前商法260条2項）<sup>(24)</sup>。また昭和56年改正前の商法の下で一般的に承認されていた、代表取締役の行う業務執行に対する取締役会の監督権を明文化した（平成17年改正前商法260条1項）。取締役会の監督権は代表取締役等の職務執行の適法性のみならず、職務執行の妥当性にも及ぶ<sup>(25)</sup>。このような、取締役会と代表取締役との権限分配に関する強行法的な規律は現在の会社法の下でもなお維持されている（会社362条2項～4項）。

### 2-1-1. 取締役会の監督機能

コーポレート・ガバナンスの究極的な目的が企業価値の最大化、あるいはCGコードが掲げている「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」にあるとすれば、会社の業務執行と監督のバランスを確保できる仕組みが望ましい<sup>(26)</sup>。すなわち、業務執行に係る経営裁量が適切に保護されると同時に、業務執行を監督する機関は業務執行者から一定の独立性を保つことが肝要である。

ところが、日本の伝統的なガバナンス構造では取締役会が業務執行機関

---

(24) 近藤光男『取締役・取締役会制度』（中央経済社、2017年）7頁。なお、取締役会の形骸化という問題は、日本だけではなく、取締役会制度の導入に際して範とされたアメリカでも生じた。アメリカでは1960年代以降、取締役会制度が大きく変容した。すなわち、日本法が取締役会に業務執行の決定をさせようと努力したのに対し、アメリカでは取締役会は業務執行の決定ではなく、業務執行者の監督を行う機関であると位置づけられた。そして、業務執行者の監督を行うために、いかにして取締役会の独立性を高めるかということがコーポレート・ガバナンスの基本的課題とされた。藤田・前掲注(23) 6頁。

(25) 神崎克郎『取締役制度論』（中央経済社、1981年）3-8頁。

(26) 神作裕之「取締役会の独立性と会社法」商事2007号（2013年）49頁。

であると同時に<sup>(27)</sup>業務執行の監督機関でもあるため、また業務執行機関である代表取締役が取締役会の構成員から選任されなければならない、業務執行機関と監督機関とが分離されていないため、取締役会の監督機能は脆弱化することを余儀なくされる。これは自己監督に陥る危険性が常に潜むからである。

もっとも、取締役会の監督機能については、重要な業務執行上の意思決定権限を法定化（強行法規化）し、具体的な経営事項の決定を行わせることを通じて充実させようとする見解もある<sup>(28)</sup>。しかしながら、上場会社の取締役会は、取締役のほとんどが最上位の業務執行者である代表取締役を頂点とする業務執行担当階層組織の一員であるため<sup>(29)</sup>、重要な業務執行上の意思決定に参加することを通じて階層組織の最上位である代表取締役を効果的に監督することは難しいケースも多いであろう。

このように、取締役会を業務執行担当者から独立させるための制度の手当てが不足していることは明らかであり、また前述した会社法の関係諸規定の枠組み内で業務執行者への監督機能を発揮できるよう、業務執行機関と監督機関を分離することは困難と言わざるを得ない。

平成26年（2014年）改正会社法は、長年慣れ親しまれてきた伝統的な機関構成である監査役会設置会社の枠組みを変えないことを前提に取締役会の独立性を高めるため、社外取締役の設置を促す規律を導入した（会社法327条の2）。またCGコードも同じ方向で規範を定めた。すなわち本則市場の上場会社を対象に、2名以上の独立社外取締役を選任することを促進

---

<sup>(27)</sup> 通説である機関並列説によると、取締役会が業務執行の決定機関であり、代表取締役及び代表取締役以外の業務執行取締役は業務の執行を担う機関であるので、両者が並列して会社の業務執行機関となる。落合誠一編『会社法コンメンタール8——機関(2)』（商事法務、2009年）218頁。

<sup>(28)</sup> 川濱・前掲注（22）44頁。

<sup>(29)</sup> 江頭憲治郎『株式会社法 第6版』（有斐閣、2016年）378頁。

している（原則4-8）。

## 2-1-2. 社外取締役の役割

### （1）社外取締役に期待される役割

会社法327条の2は社外取締役を置かない上場会社（監査役会設置会社）に対して、社外取締役を置くことが相当でない理由を定時株主総会で説明することを義務づけている。社外取締役を設置するか、設置しない場合はその理由を説明せよという「コンプライ・オア・エクスプレイン」（comply or explain）の規制手法が採用された。

社外取締役の選任の要否については、昭和49年（1974年）の商法改正以降、法改正のたびに議論されてきた点であり、平成26年（2014年）の改正においても、法制審議会会社法制部会や与党内の検討過程においても激しい議論が行われた<sup>(30)</sup>。日本的雇用慣行である内部昇格制度において、「取締役」になるという目標が従業員に長期的視点に立って働くインセンティブをもたらす効用<sup>(31)</sup>や、従業員を中心とする会社共同体等、長年形成されてきた企業文化において、会社経営の要である取締役会に会社共同体の一員でない社外取締役を入れることには経営者の抵抗感が強いようである。また社外取締役の機能や社外取締役に期待される（べき）役割について会社関係者の間で共通した認識に達しているとは言えないことも社外取締役制度の受容や普及を妨げている。

そもそも社外取締役の役割についてどう理解すべきかを明確にしておかないと、議論の無用な混乱を招きかねない。こういった懸念に配慮するた

---

(30) 落合誠一＝澤口実「社外取締役・取締役会に期待される役割——日本取締役協会の提言」商事2038号（2014年）18頁。

(31) 高橋英治「日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の歴史と課題——現在行われる会社法改正を中心として」商事1997号（2013年）9頁。

め、平成26年改正会社法の立案作業の過程で、法制審議会会社法制部会において、社外取締役が果たす機能については次のように整理されている。①経営効率の向上のための助言を行う機能（助言機能）、②経営全般の監督機能（経営全般を監督する機能と経営評価機能）、③利益相反の監督機能という三点である<sup>(32)</sup>。

これらの機能のうちどれを重視するかは論者によって異なる。しかし、監査役会設置会社における経営監督の脆弱化の問題の根源、つまり「業務執行機関」と「監督機関」が分離されず、監督機関の独立性を確保しにくいという問題に焦点を当てると、社外取締役が果たすべき主たる機能は②と③にあると理解することが適切であろう。しかし②の経営全般の監督機能については、社外取締役が自ら動いて不祥事を発見することはほとんど期待できない。社外取締役は有用でも万能ではなく、企業内部で密に行われる不正を摘発するための手段等を備えていないからである。社外取締役が果たすべき役割とは、不祥事の発生を防止するリスク管理体制の構築を監督し、そして監督の過程で不正行為の端緒を把握した場合は適切な調査を行うことである<sup>(33)</sup>。

他方、CG コードの原則4-7は、独立社外取締役<sup>(34)</sup>に期待される役割・

---

(32) 法制審議会会社法制部会第9回会議（平成23年1月26日開催）部会資料9，available at <http://www.moj.go.jp/content/000066727.pdf> (last visited Sep. 3, 2018).

(33) 落合＝澤口・前掲注(30) 23頁。

(34) 平成26年改正会社法は社外取締役の要件について社外性だけではなく独立性の要件をも強化したが、重要な取引先の関係者でないという要件は盛り込まなかった（会社2条15号）。これに対し、東京証券取引所は取引関係等の要素を考慮し、会社法より厳格な独立性の要件を課している。「独立役員の確保に係る実務上の留意事項——東京証券取引所」，available at <https://www.jpex.co.jp/equities/listing/ind-executive/tvdivq0000008o74-att/20150513-2.pdf> (last visited Sep. 3, 2018)。会社法においては、取締役会の決議の効力に配慮し、社外取締役の要件の基準を明確に定めることが要請

責務として、以下の点を列挙している。

(i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、という観点からの助言を行うこと

(ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと

(iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること

(iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

CGコードにおいても、独立社外取締役に期待される機能は、(iv)のステークホルダーの意見反映機能以外、基本的に前記の法制審議会会社法制部会で提示された内容とほぼ同じである。ただCGコードは、目指す目標は「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」であること、また、独立社外取締役の選任の狙いに企業価値の向上がある旨の記述がみられる（原則4-8）。これらのことから、CGコードにおいて独立社外取締役に期待される役割は、企業価値の向上に重きが置かれているように見えない。

さらに、CGコードは取締役会の独立性を高めるための、独立社外取締役の活用についても言及している。すなわち、補充原則4-10①は「上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指

---

されているので、重要な取引の関係者に関する明確な基準の策定が難しく、当該要件の明文化は見送られた。

名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである」と定めている。

## (2) 検討

業務執行者から取締役会の独立性を高めるために、平成26年改正会社法及びCGコードは社外取締役の設置を促進しようとする。しかし社外取締役が期待される役割を果たすには、次のような問題がある。

第一に、会社法362条4項は重要な業務執行に係る決定を取締役会で行わなければならないという強行法規を設けている。社外取締役は代表取締役その他の内部常勤取締役と同様に、重要な業務執行の決定に参加しなければならない。このような職責は社外取締役、とくに対象会社の事業に精通していない社外取締役にとっては重荷となりかねない<sup>(35)</sup>。

第二に、社外取締役は業務執行はしないが、重要な業務執行に係る決定の決議に参加しなければならないので、個々の経営決定に自らも関与することになる。その結果、自己の賛成した経営決定がその後に会社に損害を被らせる結果となった場合には、当該社外取締役は、果たして経営者の経営のパフォーマンスを厳正に評価できるのかという問題（これも一種の自己監査である）が生じる<sup>(36)</sup>。

第三に、経営を主たる任務として重視する伝統的な取締役会（マネジメント・ボード）において、業務執行と監督が十分に分離されていない状況下で、取締役会の構成員において少数にすぎない社外取締役は、経営の監

---

<sup>(35)</sup> 家近正直「社外取締役義務化論の検討——社外監査役との対比において」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流 理論と実務』（新日本法規，2014年）18頁。

<sup>(36)</sup> 落合誠一「日本企業の取締役会の現状と課題，あるべき姿」日本取締役協会編『独立取締役の教科書』（中央経済社，2015年）18頁。



督，とくに経営の効率性という視点から，取締役会の多数派である経営陣のパフォーマンスを厳正に評価し，その評価の結果を経営陣の人事・報酬に反映させるという機能を果しにくい。

第四に，CGコードの補充原則4-10①は，取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会（指名・報酬委員会）の設置を定めているが，そもそもCGコードは法的拘束力のないソフト・ローであり，また「コンプライ・オア・エクスプレッ」 という手法が採用されているので，この規範を遵守しなくても，遵守しない理由を説明すればよいとされる。仮に遵守した場合も，任意に設置された諮問委員会からの助言等を取締役会が遵守する義務はないので，これら諮問委員会の設置により，取締役会の独立性が担保される効果は限定的であろう。

## 2-2. 指名委員会等設置会社

指名委員会等設置会社は平成14年（2002年）の商法改正により導入された機関構成であり（導入された当初の呼称は委員会等設置会社），米国や英国の制度を参考に，モニタリング・モデルを採用した機関構成である。導入の背景には，従来型である監査役会設置会社の取締役会における経営監督機能の脆弱さや，取締役会の専決事項の多さにより迅速な業務決定ができないという弊害を軽減し，日本企業の国際的競争力を回復強化するという目的があった。

この機関構成の特徴としては，次のようなものが挙げられる。①取締役会に，代表執行役の部下でない社外取締役が過半数を占める指名委員会が次期取締役の人選を決定し，同様に社外取締役が過半数を占める報酬委員会が取締役・執行役の個別の報酬を決定することにより，取締役会の構成員の代表役員からの独立性が確保される。言い換えれば，代表執行役が人事権と報酬決定権をもたないことにより，取締役会の構成員は代表役員に



気兼ねすることなく、取締役会で自由な発言をすることが可能となる<sup>(37)</sup>。

②前記二つの委員会のほかに、取締役会に、過半数が社外取締役により構成される監査委員会も設置しなければならない。監査委員会は業務執行の適法性のみならず妥当性をも含めて監査を行う。③社外取締役が過半数を占める前記の三つの委員会の設置によって、取締役会の監督機能が相当程度強化されたことを前提に、取締役会の意思決定権限は大幅に執行役に委任することが認められる（会社416条4項）。これにより業務執行機関と監督機関を分離することができる。次に取締役会における経営監督機能及び社外取締役の役割について検討を行う。

#### 2-2-1. 取締役会の監督機能及び社外取締役の役割

指名委員会等設置会社における取締役会の主たる機能は会社経営への監督と想定されていたが、指名委員会等設置会社の取締役会は監査役会設置会社と同様、会社の業務執行のすべてを決定する権限を有する（会社416条1項1号）と定められている。他方、取締役会の決議により、会社法416条2項及び4項が設けている取締役会の専決事項を除き、業務執行の決定はすべて経営者である執行役に委任することができる（会社416条4項）。業務執行の決定権限を大幅に執行役へ委任すれば、取締役会は執行役による会社経営への監督に専念し、モニタリング・モデルを具現することができる。これはモニタリング・モデルの軸ともいえる中核的な部分である。しかし、会社法は各会社の柔軟な運用を優先するか、指名委員会等設置会社であっても、重要な業務執行の決定権限を執行役へ委譲しない限り、監査役会設置会社と同様、取締役会がその権限を有すると定めている。こうすると、たとえ指名委員会等設置会社を選択したとしても、実際に執行役への権限委譲を行わなければ、取締役会における業務執行機能と

---

(37) 始関正光「平成14年改正商法の解説(v)」商事1641号（2002年）20頁。

監督機能が十分に分離されず、結局モニタリング・モデルにならない場合も生じ得る。つまり、モニタリング・モデルになるか否かは、この機関構成を採用した取締役会の判断にかかっており、この機関構成を選択したからと言って、必ずモニタリング・モデルが実現されるとは限らないのである<sup>(38)</sup>。

そもそもモニタリング・モデルとは何かについて若干言及しておこう。モニタリング・モデルとは、取締役会の主たる役割は経営者の選解任や効率性の観点からの経営評価等を通じた経営者の監督であるという理解の下で、業務執行の決定の大半を経営者に委任し、取締役の過半数を社外取締役にするなど、経営者からの取締役会の独立性を高めることを重視する見解である<sup>(39)</sup>。

ところが委員会制度を導入した平成14年商法改正は、当時社外取締役がまだ普及していなかったことを考慮して、取締役会の過半数ではなく、取締役会の内部委員会（指名委員会、報酬委員会、監査委員会）の過半数を社外取締役が占めることを求めることにとどめた。つまり社外取締役の確保の負担を軽減するために、内部委員会の過半数が社外取締役であること、しかも委員は他委員会の委員を兼任することが認められるので、社外取締役を最低2名選任すれば、委員会制度の機関構成を採用することができる。また少数の社外取締役でも監督機能を果し得るために、委員会に強い権限を認めている。すなわち、3委員会は取締役会の内部委員会ではあ

---

(38) 岩原紳作編『会社法コンメンタール9——機関(3)』（商事法務、2014年）169-170頁。

(39) 後藤元「社外取締役・独立取締役はどのような役割を期待されているのか——近時の企業統治改革の効果の検証に向けて」宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言——企業価値の向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016年）223頁。

るが、取締役会は委員会の決定を覆すことができないとした<sup>(40)</sup>。

このようにアレンジされた日本型委員会設置会社においては、過半数の社外取締役から構成される指名委員会および報酬委員会が、事実上代表役員が掌握していた取締役の人事・報酬の決定権を掌握することになる。また代表役員と上下関係のない社外取締役が過半数を占める指名委員会が取締役の候補者を決定し、株主総会でその候補者が選任されれば、代表役員から独立性をもつこと、すなわち、取締役会の構成員の代表役員からの独立性につながると期待される。さらに監査委員会の構成員は取締役として会社の基本的・戦略的意思決定に自ら参加することで、会社の経営について十分な情報を入手するとともに、構成員の過半数が社外取締役であるため、経営者である執行者から独立して実効的な監査が期待される<sup>(41)</sup>。この機関構成はマネジメント型である監査役会設置会社からの移行をしやすいように、社外取締役の最低人数等の規律を工夫しつつも、英米型のモニタリング・モデルに近接させるための仕組みも講じられているので、海外の投資家にとっては分かりやすい制度であるが、次に述べる問題点を抱えている。

第一に、指名委員会等設置会社を採用した会社の多くでは、執行役への業務執行の決定権限の委譲が進んでいない<sup>(42)</sup>。その結果、指名委員会等設置会社と雖も、取締役会の実態は監査役会設置会社とそれほど変わらず、依然として会社業務の意思決定機関という性格を色濃く帯びている。また執行役と取締役の兼任は法的に認められる（会社402条6項）ことや取締

---

(40) 江頭・前掲注(29) 549頁。

(41) 前田雅弘「監査役会と三委員会と監査・監督委員会」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013年）267頁。

(42) 神作裕之「取締役会の実態とコーポレート・ガバナンスのあり方」商事1873号（2009年）19頁。

役会における社外取締役の最低人数の規制が設けられていないことによって、監督される側にいる経営者である執行役が監督機関である取締役会を支配し、取締役会の監督機能が弱められかねない。

第二に、指名委員会等設置会社の利用が進んでいない。2018年8月現在、東証1部上場会社において、指名委員会等設置会社を選出した会社の割合は約3%にすぎない<sup>(43)</sup>。業務執行者にとっては、強い権限を有する指名委員会および報酬委員会を置くことに対する抵抗感が強いことや<sup>(44)</sup>、多くの経営者は経営政策・方針の決定とその執行を分離しないという監査役会設置会社におけるマネジメント・ボートや、そして自分で決めたことは最後まで責任をもって実行するという経営スタイルに慣れ親しんでいること<sup>(45)</sup>等、様々な要因が指摘されている。

### 2-3. 監査等委員会設置会社

平成26年改正会社法は、上場会社に社外取締役の選任を促し、外国機関投資家の投資を促進するとともに、経営に係る決定を業務執行取締役に大幅に委任して経営の効率性の向上を図る、監査等委員会設置会社という新たな機関構成を創設した<sup>(46)</sup>。監査役会設置会社における監査役の監査機能の強化には限界があること、投資家（とくに海外の機関投資家）が上場会社における社外取締役の設置を強く要請してきたこと、指名委員会及び報

---

(43) 日本取締役協会・前掲注(20)。

(44) 法制審議会会社法制部会第9回会議（平成23年1月26日開催）部会資料9、坂本三郎編著『一問一答・平成26年改正会社法』（商事法務、2014年）（以下『一問一答』として引用）18頁。

(45) 斎藤真紀「監査役設置会社における取締役会——会社法三六二条四項を素材として」川濱昇＝前田雅弘＝洲崎博史＝北村雅史編（森本滋先生還暦記念）『企業法の課題と展望』（商事法務、2009年）164頁。

(46) 森本滋『企業統治と取締役会』（商事法務、2017年）165頁。

酬委員会が強い権限を有する指名委員会等設置会社が業務執行者から敬遠されていること等の諸課題をこの新形態の創設によって克服しようとしたのである。

監査等委員会設置会社は、監査役会設置会社と指名委員会等設置会社の中間的な機関構成と位置づけられ、その特徴は以下の通りである。①監査等委員会は、3人以上の監査等委員である非業務執行取締役で構成され、その過半数は社外取締役でなければならない（会社331条6項）。②監査等委員会は内部統制システムを利用して取締役の職務執行の監査を行い（会社399条の2第3項1号、399条の13第1項1号ロ、ハ）、株主総会において、監査等委員以外の取締役の人事関連議案（選任及び報酬）に関する監査等委員会の意見を陳述することができる（会社399条の2第3項3号）。なお、過半数が社外取締役である監査等委員会はこの意見陳述の職務執行を通じて業務執行者に対する経営評価機能を果たすことが期待される。③監査等委員会は取締役会の内部機関ではないものの、指名委員会等設置会社の監査委員会と同様、会議体として組織的な監査を行うことになり、他方、個別の監査等委員には、監査役会設置会社の監査役に認められている独任制の権限は認められない（会社399条の2～399条の7）。④取締役会及び代表取締役に関する権限分配の規定は監査役会設置会社と同様である（会社399条の13第12項～4項）。⑤取締役の過半数が社外取締役である場合には（会社399条の13第5項）、または定款の定めがある場合には、重要な業務執行の決定を大幅に業務執行者に委譲することができる（会社399条の13第6項）。

これらの特徴をみると、監査役会・社外監査役を監査等委員会・社外取締役に置き換えたと捉えれば、監査等委員会設置会社は外形的には監査役会設置会社とさほど違わないと言えなくもない。他方、監査等委員会設置会社では、定款の変更（株主総会の特別決議）により、取締役会の重要な業務執行の決定権限を大幅に業務執行者に委譲することが認められる。業

務執行決定に関する権限委譲を行えば、業務執行機関と監督機関を分離することができて、モニタリング・モデルに近づくことが可能となる<sup>(47)</sup>。

### 2-3-1. 取締役会・監査等委員会の監督機能及び社外取締役の役割

#### (1) 取締役会の監督機能

監査等委員会設置会社の取締役会は原則として（上記の例外の場合を除き）重要な業務執行の決定を取締役に委任することができない（会社399条の13第4項）。代表取締役と取締役会の権限分配に関する強行法的な規定は監査役会設置会社と同様であり、業務執行機関と監督機関は未分離であることが原則である。そうすると、名称こそ異なるが監査等委員会設置会社も、監査役会設置会社のマネジメント・ボートと同様、業務執行者への実効性のある監督が必ずしも期待できないことになる。

#### (2) 監査等委員会の監督機能及び社外取締役の役割

「監査等委員会」という新たな名称は、平成26年会社法改正の審議過程および要綱（要綱第1部第1、1）において、仮称として「監査・監督委員会」とされていたが、取締役等の職務執行の監査だけではなく、経営の監督機能も担うが、取締役会の監督機能の全般（会社399条の13第1項2号）を担うわけではないので、誤解を避ける意味で「監査・監督委員会」という名称の使用は見送られる一方、監査および監督機能の一部を担うという意味で、「監査等委員会」とされた。この「等」という部分にこだわりが残っていると言えよう<sup>(48)</sup>。そもそも「監査」と「監督」という用語について、会社法はその定義を定めておらず、また学説上も、必ずしも両者の概

---

(47) 江頭・前掲注(29) 575頁。

(48) 『一問一答』21-22頁、鈴木千佳子「第三の選択肢としての監査等委員会設置会社制度の問題点」法学研究89巻1号（2016年）37頁。

念が厳密に区別されているわけでもない。ここで「監査」とは、業務執行の適法性を確保すること（違法・不法行為を防止すること）を主眼とし、「監督」とは業務執行者の業績を評価し、業務執行の効率性を確保することを意味すると解し<sup>(49)</sup>、検討を進めることとする。

監査等委員会の経営監督機能は、以下の二種類に分けられる。①経営評価機能、すなわち、業務執行者を含む取締役の人事や報酬議案に関し、意見を決定し、株主総会において意見陳述をすること（会社342条の2第4項、361条6項、399条の2第3項）。②利益相反の監督機能（会社423条3項）。①は、株主総会において、取締役の人事や報酬議案に関する意見陳述権を監査等委員会に付与し、株主総会における監査等委員会の意見陳述によって、株主による議決権行使に影響を与え、株主総会における業務執行者を含む取締役の選解任および報酬等の決定を通じた株主による取締役に対する監督機能を高めることが期待されている<sup>(50)</sup>。また、監査等委員会が株主総会における意見陳述権を有することによって、取締役会における社外取締役の存在感も高められる。すなわち、監査等委員会は前記の意見陳述権を有するので、株主総会に当該人事関連議案が提出される前に、通常取締役会で行われる議論の中で、社外取締役を過半数とする監査等委員会のメンバーがより強く意見を言うことができ、取締役会における議論に主導的に関与することができるという機能も期待される<sup>(51)</sup>。

②については、監査等委員である取締役以外の取締役と会社との間の利益相反について、監査等委員会の事前の承認があれば、取締役の任務懈怠の推定規定（会社423条3項）の適用がないものとされる（会社423条4項）。監査役会設置会社及び指名委員会等設置会社において、取締役と会社の利

---

(49) 『一問一答』22頁。

(50) 『一問一答』42頁。

(51) 『一問一答』42頁。



益相反取引によって会社に損害が生じたときに、たとえ取締役会から事前に承認を得ていたとしても、取締役が任務を怠ったと推定され、当該推定を覆すためには、取締役が自ら立証しなければならない（会社423条3項）。これに対し、監査等委員会設置会社においては、監査等委員会から事前の承認を受けていれば、任務懈怠の立証責任が取締役から訴訟の請求者側である原告に転換されることになる。監査等委員会設置会社にのみ適用されるこの新規定は、監査等委員の過半数が社外取締役であるため、社外取締役は業務執行者から独立した立場で、株式会社と業務執行者との間の利益相反を監督する機能を有すること、前記①の取締役の人事・報酬に関する意見陳述権があり、業務執行者に対する監督機能を有することを根拠に設けられたとされる<sup>(52)</sup>。しかし同様の根拠に基づいて、なぜ監査役会設置会社及び指名委員会等設置会社はこの利益相反取引における任務懈怠の推定規定の適用除外という新規定の適用が認められないのか、このことを説明することができない。つまり、ここでもまた整合性の問題が露呈するわけである。

このように、社外取締役の選任を促進するために、監査等委員会設置会社には経営者にとって利用しやすい緩和策（勧奨策）がいくつも盛り込まれている。改正法が施行された直後、複数独立社外取締役の設置を促すCGコードの適用開始と相まって、平成26年の改正法が施行されてから、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行した会社が急速に増えた。2018年8月現在、東証1部上場会社2102社のうち、監査等委員会設置会社を選択した会社は513社であり、全体の約24%を占めるようになった<sup>(53)</sup>。しかし、この新制度の人気の高さを素直に喜ぶべきであろうか。コーポレート・ガバナンスの強化という平成26年改正法の趣旨に反し、

---

<sup>(52)</sup> 『一問一答』44頁。

<sup>(53)</sup> 日本取締役協会・前掲注(20)。



この新しい機関構成には企業統治の脆弱化を招きかねない下記の問題点が伴うことに目を背けてはならない。

### 2-3-2. 問題点

第一に、業務執行者への業務執行の決定権限の委譲についてである。監査役会設置会社との整合性の問題はさて置くとしても、権限委譲を行うかどうかは取締役会の決議により大きく左右される。指名委員会等設置会社にみられるような、権限委譲が進まず、業務執行機関と監督機関が分離されないままの可能性もある。他方、取締役会の業務執行者から独立性を担保するための制度的な手当てが必ずしも十分とは言えないにもかかわらず、定款変更さえ行っていれば、重要な業務執行の決定権限を大幅に業務執行者へ委譲することができる。これでは業務執行者に会社経営の権限が過度に集中することにならないだろうか。

第二に、株主総会における監査等委員会の意見陳述権は、指名委員会等設置会社における指名委員会・報酬委員会に準ずる経営評価の役割を果たすことが期待され、経営の監督機能において中枢となる機能である。しかしこの重要な機能を有する意見陳述権は、「意見を述べることができる」という条文（会社342条の2第4項と361条6項）および多数説によると、意見を述べることを義務づけているわけでない。つまり監査等委員会は取締役の人事関連議案について、常に株主総会において意見を述べる義務がある、というわけではないのである<sup>(54)</sup>。もっとも経営の監督機能における中核的な機能としての、取締役の人事関連議案に関する意見陳述権の効用についてはなお検討を要するが、そもそもこの監督における重要な権限が実際に行使されていなければ、監査等委員会設置会社の創設意義、また当該機関構成へ移行した会社の意図も問われることになる。公益社団法人日

---

(54) 江頭・前掲注(29) 585頁、森本・前掲注(46) 176頁。

本監査役協会が行った調査（2017年12月1日付けの報告書<sup>(55)</sup>）によると、対象会社の421社<sup>(56)</sup>のうち、監査等委員会設置会社へ移行してから株主総会を一度以上行ったことのある会社351社のうち63.8%を占める224社の監査等委員会は、選任等・報酬等のいずれについても意見陳述権を行使しなかった<sup>(57)</sup>。意見陳述権の不行使の割合はあまりにも高いように思われる。経営監督における中核的な機能を有する意見陳述権の運用が今後どのようなになるのか、引き続き注視する必要がある。

第三に、本稿の検討対象ではないが、懸念されている監査等委員会による業務監査の問題についてここで最小限の言及をしておく。監査等委員会は、独任制ではなく、常勤の監査等委員の強制設置に関する規律もない。監査等委員は指名委員会等設置会社の監査委員と同様、取締役会が設ける内部統制部門を通じて監査を行う。すなわち、内部統制システムが適切に構成・運営されているかを監視し、必要に応じて内部統制部門に対し具体的指示をすることが監査等委員会の任務である<sup>(58)</sup>。監査役会設置会社の監査役は独任制の機関として、通常自ら会社の業務財産の調査等を行う方法で監査を行うことに対し、監査等委員会は会議体であり、組織的な監査を行うことになる<sup>(59)</sup>。監査等委員は委員会が選定した委員でない限り、単

---

(55) 公益社団法人日本監査役会協会「選任等・報酬等に対する監査等委員会の関与のあり方——実態調査を踏まえたベストプラクティスについて」（2017年12月1日）、available at [http://www.kansa.or.jp/support/el001\\_171201\\_1b.pdf](http://www.kansa.or.jp/support/el001_171201_1b.pdf) (last visited Sep. 8, 2018).

(56) アンケートは日本監査役会協会に所属している会員のうち、監査等委員会設置会社を選出した会社会員696社を対象に実施された。回答数は435社（上場会社は415社、非上場会社は20社）である。

(57) 前掲注（55）報告書，40頁。

(58) 江頭・前掲注（29）561頁。

(59) 『一問一答』54頁。

独で調査する権限が認められないことや、内部統制システムの運用状況を日常的に監視し検証すると共に社内の情報収集に努める常勤監査役に相当する常勤監査等委員の強制設置に関する規律を欠いたことで、監査等委員会による業務監査は十分にその機能を果たせないのではないかと危惧される。

第四に、業務執行と監督を分離していない場合において、非業務執行者である監査等委員は取締役会の一員として会社の具体的な経営に係る決定に参加しなければならない。この場合に監査等委員は、監査役会設置会社における社外取締役が直面する自己監査の問題や広範囲にわたる職務の内容（業務監査だけでなく、業務執行の決定や業務執行者の経営の評価も含まれる）による過重な負担等の問題も抱えることになるだろう。

### 3. 香港におけるコーポレート・ガバナンスの法規範と課題

#### 3-1. ソフト・ロー

香港のコーポレート・ガバナンスに関する法規範は主にソフト・ローである香港取引所（HKEx）の上場規則及び香港のコーポレートガバナンス・コード（以下「HKCG コード」という）に定められている。HKCG コードは原則（Principle）、規範条項（Code Provision）、推奨最善慣行（Recommended Best Practice）の三つの部分から構成される<sup>(60)</sup>。規範条項は上場企業が遵守するか、遵守しない場合はその理由を説明しなければならない。いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」という方式を用いた規範条項である。以下、本文で取り上げる HKCG コードは主に規範条項である。

2017年末に香港取引所に上場している会社の数は2118社である。その

---

(60) 香港の CG コードについては、拙稿「香港の新会社法(3)」法経論集207号（2016年）57-58頁参照。

内訳はメイン・ボード (Main Board) が1794社、新興市場である GEM (Growth Enterprise Market) が324社となっている<sup>(61)</sup>。また中国の会社はメイン・ボードに上場しているのが956社、GEM に上場しているのが95社であり、香港の全上場会社の約半分を占めるようになった<sup>(62)</sup>。

香港の会社の経営管理機構は一層式 (unitary board) である。メイン・ボードの上場規則 (以下「上場規則」という) 3.08条は、取締役会は会社の経営と管理について共同して責任を負うと定めており、取締役会は会社の経営と監督を担っている。上場規則は上場会社に一定数の独立非執行取締役の設置を義務づけている。取締役会において、業務執行権限の一部が委任された業務執行取締役 (executive director) と非業務執行取締役 (non-executive director) が併存することで、取締役会における経営と監督の両機能を内部的に分化している<sup>(63)</sup>。また上場規則は取締役会の内部に、独立非執行取締役が大多数を占める監査委員会 (上場規則3.21)、及び報酬委員会の設置を義務づけている (上場規則3.25)。そして「コンプライ・オア・エクスプレイン」という方式を用いた規範条項は指名委員会の設置を促している (HKCG コード (以下括弧内での表示を「コード」とする) A.5.1)。これらの内部委員会の設置により、取締役会の監督機能のさらなる強化が図られている。以下では香港のメインボードに上場している会社の経営管理機構及び独立非執行取締役・非執行取締役の特徴や役割を説明する。

第一に、取締役会は経営の基本方針や経営戦略等を決定するが、業務執行権限を業務執行取締役に委譲し、業務執行取締役による会社運営を監督

---

(61) HKEX Fact Book 2017, available at [http://www.hkex.com.hk/market-data/statistics/consolidated-reports/hkex-fact-book?sc\\_lang=en](http://www.hkex.com.hk/market-data/statistics/consolidated-reports/hkex-fact-book?sc_lang=en) (last visited Sep. 8, 2018).

(62) 前掲注 (61)。

(63) Gordon Jones, Corporate Governance and Compliance in Hong Kong, at 315-351 (2015).

する。実効性のある経営監督の要請，また取締役会の構成員が自己監督にならないために，取締役会は業務執行取締役からの独立性を確保しなければならない。そのために，上場会社は3名以上の独立非執行取締役を設け，かつ取締役会の3分の1以上が独立非執行取締役であることが義務づけられている（上場規則3.10(1), 3.10A）。さらに会社経営の根幹に関わり，また会社業績の評価に密接に関係している財務報告等の適正性の確保のために，独立非業務執行取締役のうち，少なくとも1名は専門的な資格，または会計もしくは財務管理の専門能力を有する者でなければならない（上場規則3.10(b)）。

第二に，上場会社は取締役会に監査委員会を設置する義務を負う。監査委員会の委員は3名以上であり，そのうち，少なくとも1名は専門的な資格を有し，もしくは会計・財務管理の専門能力を有する者でなければならない。また委員全員が非業務執行取締役であること，委員の大多数は独立非執行取締役でなければならないことや，委員会の委員長は独立非執行取締役が担当することも求められている（上場規則3.21）。監査委員会の具体的な職務の内容や権限の範囲は取締役会が決定するが，HKCG コードの規範条項を踏まえなければならない（コード C.3.3）。また監査委員会の職務・権限の範囲等を会社のホームページ及び証券取引所のホームページに公表し，投資家に知らせなければならない。

HKCG コード C.3.3に基づく，監査委員会の職務・権限内容は主に次のようなものであると考えられる。①社外会計監査人（external auditor）の選解任，その独立性等について取締役会に助言を行うこと，②会社の財務情報の正確性を確保するために，外部会計監査人と連携をとりながら，取締役会に提出される前に，会社の財務諸表等を精査すること。③有効な会社の財務統制，リスク管理体制等の内部統制を確立すること。④会社の従業員が内部統制や財務報告等について不正の可能性等を匿名で伝達する仕組み，及び会社による公平かつ独立した調査ができる仕組みの妥当性を

確保すること。

第三に、上場会社は取締役会において、前記の監査委員会の外、報酬委員会も設置しなければならない。委員会の委員長は独立非執行取締役であること、また委員の大多数は独立非執行取締役であることも求められる（上場規則3.25）。報酬委員会の職務・権限内容は取締役会で決定するが、主に次のような内容が考えられる。①取締役会に対して、取締役等の報酬に関する正式な、透明性のある決定手続の確立について助言を行うこと。②取締役会が策定した経営方針及び経営目標に照らして、経営陣から提出された報酬提案を検討すること。③非業務執行取締役の報酬について取締役会に助言を行うこと（コード B.1.2）。

第四に、HKCG コード A.5.1は指名委員会の設置に関する規範条項を定めているが、コンプライ・オア・エクスプレインという方式であるため、当該委員会の設置が強制されないものの、設置しない場合は、その理由を会社側が説明しなければならない。指名委員会の委員長は取締役会の議長または独立非執行取締役が担当すべきであり、委員の大多数は独立非執行取締役であるべきとされる。指名委員会の権限は主に取締役会に対して、取締役の人事に関して以下の助言を行うこと、すなわち、取締役の候補者、独立非執行取締役の独立性についての判定、取締役（とくに最高経営責任者）の後継者の育成計画等に関する助言である（コード A.5.2）。

第五に、非業務執行取締役の職務・権限について、HKCG コードによると、次のような内容を含むべきとされる。①取締役会に出席し、会社の戦略、経営方針、会社の業績等について独立した意見を提供すること、②潜在的な利益衝突が生じる場合に主導的に関与すること、③監査委員会、報酬委員会、指名委員会等が招聘される場合、出席すること、④会社の業績が策定された目標に達したかなど、会社の業績を精査すること（コード A.6.2）。

第六に、支配株主等が会社やその従属会社と取引（いわゆる関連取引）

をしようとする場合、事前に株主総会で株主（当該取引に重大な利益を有する者でない株主）から承認を受けなければならない（上場規則14A.36）。株主による承認を受ける前に、発行会社は独立取締役委員会（independent board committee、委員全員が独立非執行取締役でなければならない）及び独立財務顧問を設置しなければならない（上場規則14A.39）。当該委員会は、株主に対して、当該関連取引の内容が公平かつ合理的なものか、会社及び全株主の利益に適うかについて助言を行うべきであり、また委任した独立財務顧問の勧告を勘案し、株主にどう議決権を行使した方がよいかについても助言を行うべきとされる（上場規則13.39(6)(a)）。また継続関連取引については、独立非執行取締役は毎年当該関連取引を精査し、年次報告書に、当該取引が発行会社の業務範囲内にあるか、株主全体にとって利益になるか等についての確認を記載しなければならない（上場規則14A.56）。

### 3-2. 課題

香港は1993年に独立非執行取締役制度を導入してから、自主規制の強化とともに、独立非執行取締役の人数を増やし、その役割も徐々に拡大してきた。現在、独立非執行取締役に求められる役割は、取締役会で独立した意見を述べることから、取締役会の内部委員会の委員を務めること、さらに関連取引において支配株主から少数派株主を保護するために株主に助言を行うことや、継続関連取引を継続的に精査することまで広汎にわたる<sup>(64)</sup>。

取締役会における監督機能の強化に関しては、業務執行と監督を分離するための、業務執行取締役への業務執行の委託のほか、独立非執行取締役の最低人数や取締役会の割合に関する上場規則の規制が用意されており、

---

<sup>(64)</sup> Vivienne Bath, Independent Directors in Hong Kong, in *Independent Directors in Asia*, 277, 308 (Dan W. Puchinak et al. eds., 2017).



そして取締役会の内部委員会に関する上場規則及びHKCGコードも整備されている。さらに最高経営者責任者（CEO、行政総裁）と取締役会の議長の兼任禁止や非業務執行取締役のみの会合に関する規範条項も設けられている（コードA.2.1, A.2.7）。このように概観すると、香港ではコーポレート・ガバナンスに関する法規範の整備はかなり進んでいることが分かるが、なお以下の問題が残っている。

第一に、独立非執行取締役の人事は実質上支配株主が支配しているため、支配株主からの独立非執行取締役の独立性に懸念が生じる。上場規則3.13は独立性の消極要件を詳細に定めているにもかかわらず<sup>(65)</sup>、独立非執行取締役の独立性を担保しにくいのが現状である。本来少数派株主の利益を保護することを期待される独立非執行取締役は、立場上は支配株主の立場と一致することが多いため<sup>(66)</sup>、期待される役割を十分に果たせない恐れが高い。

独立非執行取締役が支配株主からの独立性を維持しづらいことは、経営評価機能を担う取締役会の内部委員会である報酬委員会及び指名委員会においても同様である。そもそも報酬委員会は取締役会から取締役等の報酬決定権を委ねられない限り、取締役会に助言を行うことしかできないため、権限が非常に限られており、また独立性の問題も加味すれば、業務執行取締役等の経営陣への過大な報酬の支払いを抑制することは難しいであろう。

また経営陣からの取締役会構成員の独立性に寄与するであろう指名委員

---

(65) 上場規則3.13は以下の要素を有する場合、独立非執行取締役の独立性が疑問視されうるとする。たとえば、①発行会社の発行済株式総数1%超を有していること、②発行会社の株式等を発行会社または会社の重要な関係者から、無償または資金援助を受けて取得したことがあること、③発行会社、その親・子会社または発行会社の重要な関連人士から財政的支援を受けていること、等である。

(66) Bath, *supra* note 64, at 309.



会の設置は義務でないもの、コンプライ・オア・エクスプレイン方式での規律（コード A.5.1）において設置を促している。HKEx の調査によると、2016年度の調査対象会社1428社（メイン・ボードは1271社、GEM は32社であり、全上場会社の76%を占める）では指名委員会の設置に関する A.5.1 の遵守率は95%である<sup>(67)</sup>。指名委員会は普及しつつあるように見受けられるが、指名委員会の権限は取締役の人事や CEO（最高経営責任者、行政総裁）の後継者育成計画等について取締役会に助言を行うことであり、取締役の人事等は最終的に取締役会で決定することになる。報酬委員会と同様、指名委員会の限られた権限に加えて、独立非業務執行取締役の独立性の問題をも勘案すれば、発揮できる機能は限定的になろう。

第二に、会計監査の有効性に関する問題である。経営者の業績を正確に評価するための前提として、会社の財務報告の正確さが確保されていなければならない。そのために、独立非執行取締役は財務報告の精査や、内部統制やリスク管理体制の有効性の確保が要請される。しかし、独立非執行取締役は会社の経営に携わっていないため、経営陣（業務執行取締役等）との間に会社の経営に関する情報の非対称性という問題があり、会計・財務に関する知見を有さない独立非執行取締役もいるため、財務情報の正確さの確保は難しい場合がある<sup>(68)</sup>。

第三に、CEO が取締役会の議長を兼任する会社が多いことである。CEO が取締役会の議長を兼ねていると、取締役会の監督機能に支障が出ると考えられるので、HKCG コード A.2.1 は、取締役会の議長は CEO と同一人物であるべきでなく、また両者の職権は明確に区別されなければな

---

<sup>(67)</sup> HKEx, Analysis of Corporate Governance Practice Disclosure in 2016 Annual Reports, at 12, available at [http://www.hkexnews.hk/reports/corpgovpract/Documents/CG\\_Practices\\_201612\\_e.pdf](http://www.hkexnews.hk/reports/corpgovpract/Documents/CG_Practices_201612_e.pdf) (last visited Sep. 3, 2018).

<sup>(68)</sup> HKEx が公表したエンフォースメントでは、会計不正に関する案件が多い、前掲注 (15)。

らないと定めている。しかし、HKEx の前記調査によると、A.2.1の遵守率は最も低く、63%とのことである<sup>(69)</sup>。

以上の問題点を踏まえ、香港にとって今後の課題を検討したい。香港におけるコーポレート・ガバナンスの法規範は英米両国を参考に整備され、英米に比しても遜色のない内容であり、ACGAによるコーポレート・ガバナンスの評価では常に上位である。英米両国とも、株式の保有が分散されており、コーポレート・ガバナンスの課題は主に経営者と株主のエージェンシー問題への対処である。これに対し、香港は前にも述べたように株式の所有が集中しており、支配株主のいる会社や家族企業の割合が高い。これらの会社において、支配株主と少数派株主の利益が一致しない場合に生じるエージェンシー問題は深刻であり、支配株主による会社財産の搾取を防ぎ、少数派株主を保護するために、独立非執行取締役を重視している。しかし、独立非執行取締役は実質上支配株主が選任しているため、支配株主の息のかかった者が選任されがちである。また取締役の解任決議は株主総会の普通決議であるにもかかわらず、実際に独立非執行取締役を解任することができるのは支配株主のみであり、少数派株主は株主総会で適任でない独立非執行取締役を解任することがほとんどできない。そのため、独立非執行取締役は支配株主（同時に会社経営者でもある）と立場を一致させる強い動機を持っていても不思議ではない<sup>(70)</sup>。これでは、支配株主による少数派株主の利益侵害（しばしば関連取引によるもの）を独立非執行

---

(69) 遵守しない理由としては、同一人物が両者を兼任した方がより強いリーダーシップを発揮できることや経営戦略の策定や業務の執行をより効果的に行えることを挙げる回答が多い。HKEx, *supra* note 67, at 17.

(70) Wai Yee Wan et al., *Managing the Risks of Corporate Frauds: The Evidence from Hong Kong and Singapore*, 48 Hong Kong L.J. 125, 163 (2018).

取締役により防ぐことは到底期待できない。

他方、取締役会の監督機能について、法規範は一層式のモデルを採用する英米の制度を参考に作られたものであるため、独立非執行取締役が重視されている。ところが、前述したように、独立非執行取締役は実質上会社経営を支配する支配株主から選任されるので、取締役会の監督機能を強化する役割を担うはずの独立非執行取締役は実際には十分機能しない恐れがある。

独立非執行取締役を法規範の想定する通りに機能させるには、支配株主や業務執行担当取締役からの独立性を確保し、十分な専門知識（会計・財務管理等）を具備させることが必要である。後者については研修等でのトレーニングで補うことができるであろうが、前者については取締役の選任方法や手続に大きく関わる<sup>(71)</sup>。独立非執行取締役の選任を大きく左右する支配株主等経営陣トップからの影響力を軽減し、少数派株主の利益保護を強化するために、独立非執行取締役の選任手続を改革すべきという提言が行われている<sup>(72)</sup>。この提言は独立非執行取締役の選任に少数派株主の意見を反映させるという考え方で、具体的な仕組みとしては、2014年にイギリスにおける上場規則の改正で導入されたものである。すなわち、独立非執行取締役の選任に全株主の多数決と少数派株主の多数決との両方で承認を求める仕組みである。少数派株主が独立非執行取締役の候補者に反対した場合、会社側（支配株主主導）が①当該選任を中止するか、②90日後、新たな候補者を立てて選任決議を行い、株主の多数決により決めるかのいずれかにすることができる<sup>(73)</sup>。このように、支配株主等に対する独立非執

---

(71) Bath, *supra* note 64, at 309.

(72) Wai Yee Wan et al., *supra* note 70, at 164, Bath, *supra* note 64, at 309–340.

(73) The UK Listing Rules, s9.2.2E, 9.2.2F, available at <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/9.pdf> (last visited Sep. 3, 2018).

行取締役の地位の強化は香港のコーポレート・ガバナンスにおける重要な課題の一つであろう。

#### 4. おわりに

上場会社は監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社のいずれかを選択しなければならない。上場会社は自社の状況に応じて最も適切な機関構成を選択できる。他方、平成26年改正法により創設された監査等委員会設置会社は他の両機関構成と整合性を欠き、また、社外取締役の選任を促進するための様々な勧奨策も盛り込まれており、監査等委員会設置会社への移行を制定法が促しているように見受けられる。監査等委員会設置会社がコーポレート・ガバナンスの強化において他の両機関構成より優れていれば、この新たな機関構成の創設を評価できよう。しかし、果たしてそうであろうか。

監査等委員会設置会社における取締役会の本質は、会社の業務執行の決定権限を業務執行者へ委譲しない限り、マネジメント・ボードである。マネジメント・ボードに少数の社外取締役を導入するだけで取締役会の監督機能を高めることには限界がある。また、監査等委員会は業務監査のみならず、経営評価も行わなければならないので、負担が過剰になりかねないことや、監査の権限が独任制の監査役ほど強くないことを考えると、監査等委員会設置会社を選択することで、却って企業統治が脆弱化するのではないかと懸念される。

社外取締役を選任させるという外形だけを追い求めただけ<sup>(74)</sup>の今般の監査等委員会設置会社の創設に関する法改正については、3で検討した香港の経験が参考になろう。すなわち、かなり完成度の高いコーポレート・ガ

---

(74) 家近・前掲注(35)17頁。

バナンスの法規範の下であっても、社外取締役（独立非執行取締役）の人选を経営者側が支配している限り、社外取締役の機能は非常に限定的にならざるを得ない、ということである。

他方、監査役会設置会社については、本稿では監査役制度について十分に検討することができなかったが、監査等委員会設置会社と対比すると、監査役制度の長所（監査役の独立性の保障の強さや独任制の権限の強さ等）が浮き彫りになる。しかし、監査役制度の運用の実態において、現実的な機能の弱さが指摘されてきたことは事実である。また海外の投資家に十分に理解されていないことも否めない<sup>(75)</sup>。

監査役制度は、日本の伝統的な取締役会の運営及び会社法の関係規制に応じて、幾度の改正を経てその機能はかなり強化され、日本独自の制度として形成されてきた。監査役の実務からの独立性の強化のほかに、複数の社外監査役（会社335条3項）及び常勤監査役（会社390条3項）の強制設置、監査役の独任制等の優れた制度を擁していることを忘れてはならない。これらの制度を捨てて、取締役会に少数にすぎない社外取締役を導入するだけでは、経営陣に対するチェック機能を発揮させることは困難である。このような緩和されたモニタリング型である監査等委員会設置会社に切り替えることには慎重であるべきだろう。

2で検討した三つの機関構成について、日本の伝統的な取締役会の運用実態<sup>(76)</sup>と会社法の関係規制、企業文化等を踏まえると、日本型であるマ

---

(75) 浜辺陽一郎「監査役のアイデンティティの再検証（下）」商事1968号（2012年）32頁。浜辺教授は日本の監査役制度は既に実効性のある監査が可能になるまで成長したと主張している。監査役のアイデンティティを擁護するこの論考には傾聴すべき指摘が多く含まれている。詳しくは浜辺陽一郎「監査役のアイデンティティの再検証（上）」商事1967号（2012年）21頁を参照されたい。

(76) 多くの日本企業の取締役会はかなり具体的な業務執行の決定まで行うとの指摘がある。藤田・前掲注（23）12頁。また平成26年会社法改正を受けて取締役会の運営実態

ネジメント・モデル（監査役会設置会社）から英米型であるモニタリング・モデルに完全に切り替えることは難しいであろう。これは英米型に近い指名委員会等設置会社の利用状況をみれば明らかである。この結論は指名委員会等設置会社に関する会社法の硬直的な規定を差し引いてもなお同じである。

3で検討した香港は、国際的な潮流とされるモニタリング・モデルを採用し、その法規範は英米に遜色なく、洗練されている。しかし、株式の保有構造が異なり、取締役会を支配している支配株主による独立非執行取締役の人事の支配により、企業統治の強化につながらない傾向があるという側面にも注視する必要がある。海外の機関投資家からの社外取締役設置の要請は決して社外取締役の選任という形式だけでないことは言うまでもない。また彼らは、監査役制度はよく分からないから廃止せよという要請をしているわけでもない。実際に、ACGAが2008年に公表した「ガバナンス白書」では、「ハイブリッド型」機関構成が望ましいとも提案している。すなわち、現在の監査役（会）制度を維持しつつ、取締役会に経営陣から独立性をもつ複数社外取締役を投入し、経営の監督機能や経営の透明性を高めるため仕組みを盛り込むのが望ましいとのことである<sup>(77)</sup>。このハイブリッド型機関構成は、コーポレート・ガバナンスのさらなる強化を目指す上場企業であれば、有力な選択肢となるだろう。そしてこの機関構成をさらに機能させるためには、監査役（会）制度の運用のさらなる工夫が必要となり<sup>(78)</sup>、また経営陣に対する社外取締役の地位強化への取り組みも求め

---

について行われた調査によると、取締役会の付議事項自体は2009年の調査と大きく変化していないとのことである。高木弘明「取締役会の実態と取締役会の運営に関する見直しの視点——別冊・商事法務『改正会社法下における取締役会の運営実態を踏まえて』」商事2130号（2017年）20頁。

<sup>(77)</sup> 「ガバナンス白書」・前掲注（2）22-23頁。

<sup>(78)</sup> 江頭教授は、多くの会社で社内出身者の常勤監査役が監査役会の議長として監査役

られることになろう。

〔付記〕 本稿は、「公益財団法人日東学術振興財団（The Nitto Foundation）」の助成による研究成果の一部である。

---

会を取り仕切る運営が定着したことが、社外監査役に積極性を喪失させることにつながったとし、常勤監査役が監査役会の議長になるのではなく、社外監査役の一人が監査役会の議長になり、常勤監査役はその事務局的な立場に立つような運用が行われていれば、社外監査役や監査役会制度に対する評価は違ったものになったのではないかと指摘している。江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報86巻11号（2014年）62-63頁。